



Research and
Development Center

小行业、大机遇；传统企业、历久弥新

—— 中炬高新（600872.sh）首次覆盖报告

2017年10月10日

郭荆璞 行业首席分析师

王见鹿 行业分析师

证券研究报告

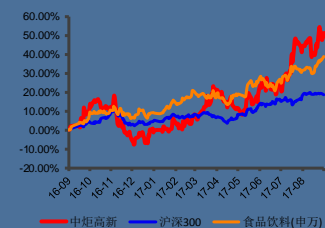
公司研究——首次覆盖

中炬高新 (600872.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

中炬高新相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2017.10.09)

收盘价(元)	23.78
52周内股价波动区间(元)	13.3-24.5
最近一月涨跌幅(%)	14.44
总股本(亿股)	7.97
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	189.44

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号：S1500510120013
联系电话：+86 10 83326789
邮箱：guojingpu@cindasc.com

王见鹿 行业分析师

执业编号：S1500517100001
联系电话：+86 21 61678591
邮箱：wangjianlu@cindasc.com

小行业、大机遇；传统企业、历久弥新

2017年10月10日

本期内容提要：

- ◆ **公司产能将迎来密集投放期，定位差异化竞争，知名度不断提升。** 1) 公司酱油产能已进入密集投放期，随着阳西美味鲜项目投产，其他调味品产能也将从2020年开始增长，符合公司平台化发展的策略；2) 公司定位精准差异化竞争，深耕中高端酱油领域多年，且公司酱油出厂吨价最高，产品结构符合消费升级逻辑；3) 公司是品牌化战略的先行者，塑造了“品牌可信赖，无食品安全隐患”的企业形象。随着公司近年来销售规模、市场份额和营销网络的不断扩大，厨邦、美味鲜品牌知名度有望进一步提升。
- ◆ **全国餐饮增势强劲，带动调味品行业触底反弹。** 1) 全国餐饮2017年上半年总体增速11.2%，虽然1-4月份增幅相对偏低，但自5月起反超，6月达到最高点11.9%，显现了强劲的增长势头，带动调味品行业增速触底反弹；2) 受到成本上涨影响，以海天年初提价为开端，上市公司中炬高新、千禾味业等均有跟进动作或计划，调味品行业出现提价潮，渠道积极性也获得提振。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 我们预计中炬高新2017-2019年归属母公司所有者净利润分别为4.68亿元、6.40亿元和7.57亿元，每股收益分别为0.59元、0.80元和0.95元。给予公司18年30x市盈率的估值，对应市值192.0亿元对应每股股价24.1元。首次覆盖，给予公司“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：** 1) 随着3、4季度行业旺季来临，同时经销商采购补库存恢复常态化，公司的营业收入及净利润均有望较2季度环比回升；2) 公司房地产营业收入尚有1.55亿元预收款项未确认收入，预计下半年有望进一步提升公司收入和净利润规模；3) 公司投资性现金流出增长加速，现金流量充沛。
- ◆ **风险因素：** 1) 原材料、价格波动风险；2) 渠道拓展进度不及预期的风险；3) 产能扩张不达预期的风险；4) 经营及决策效率持续低于同行业民营企业，竞争力降低的风险；5) 食品安全问题；6) 房地产业务受宏观政策调整而低于预期的风险；7) 跨行业经营的风险。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,758.59	3,157.99	3,657.76	4,301.52	5,009.07
增长率YoY%	4.42%	14.48%	15.83%	17.60%	16.45%
归属母公司净利润(百万元)	247.27	362.37	468.06	639.73	757.32
增长率YoY%	-13.78%	46.55%	29.17%	36.68%	18.38%
毛利率%	35.07%	36.69%	38.98%	38.64%	38.90%

净资产收益率 ROE%	10.23%	13.72%	16.11%	18.51%	18.23%
每股收益 EPS(元)	0.31	0.45	0.59	0.80	0.95
市盈率 P/E(倍)	76.61	52.28	40.47	29.61	25.01
市净率 P/B(倍)	7.54	6.77	6.00	5.12	4.34

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2017 年 10 月 09 日收盘价

目 录

投资聚焦	0
中炬高新公司概况	1
转型：主业从开发区投资到调味品制造	1
升级：调味品产能进入密集投放期	1
股权结构	3
重点财务指标分析	4
行业分析：调味品行业增速触底反弹	9
餐饮增速回暖	9
调味品龙头企业完成提价，盈利能力得到保障	11
公司与主要酱油公司竞争力综合对比	12
关键财务指标对比	18
盈利预测、估值与投资评级	21
盈利预测及假设	21
估值	24
结论及投资评级	26
风险因素	27

表 目 录

表 1 公司已披露调味品扩产情况 (万吨/年)	2
表 2 阳西广东厨邦规划产品品类及产能 (万吨/年)	2
表 3 阳西美味鲜新产品品类及产能 (万吨/年)	2
表 4 母公司及其子公司收入和利润率 (万元, %)	5
表 5 公司账面土地价值 (万元)	7
表 6 特级酱油感官特性及理化标准	15
表 7 公司商住地储备情况	25
表 8 中炬高新盈利预测 (百万元, %)	20
表 9 主要调味品上市公司估值对比 (倍, %)	22
表 10 公司商住地储备情况	22
表 11 前海人寿部分举牌成本 (亿元, %)	23
图 37 主要酱油公司毛利率对比 (%)	19
图 38 主要酱油公司净利率对比 (%)	19
图 39 主要酱油公司 ROE 对比 (%)	20
图 40 主要酱油公司管理费用率对比 (%)	20
图 41 中炬高新营业收入及归母净利润预测情况 (百万元, %)	23
图 42 中炬高新过去 5 年 PE/PB Band	26

图 目 录

图 1 近三年一期公司调味品产销率 (%)	3
图 2 2013-2023 (E) 酱油及其他调味品产量及增速 (万吨, %)	3
图 3 中炬高新股权结构图	3
图 4 公司按季度营业收入、净利润及对应增速 (亿元, %)	4
图 5 主营业务构成变化及调味品收入增速 (亿元, %)	4
图 6 公司按季度毛利构成及增速 (亿元, %)	6
图 7 公司分部毛利率变化情况 (%)	6
图 8 公司盈利能力变化情况 (%)	6
图 9 公司三项费用率变化情况 (%)	6
图 10 中炬高新预收款项按季度变化情况 (亿元)	7
图 11 过去一年以来中山市房屋均价变化 (万元, %)	8
图 12 中炬高新各项活动产生的单季度现金净流量 (亿元)	9
图 13 中炬高新投资性现金流量构成及投资活动增速 (亿元, %)	9
图 14 1999-2015 年中国调味品主营业务收入及增速 (亿元, %)	10
图 15 2013-2016 调味品百强企业总收入增长情况 (亿元)	10
图 16 2010-2017 全国餐饮市场规模及增速 (亿元, %)	10
图 17 2016-2017 全国餐饮月度收入及增速对比 (亿元, %)	10
图 18 2017 年调味品行业上市公司提价进程	11
图 19 调味品行业上市公司按季度营业利润率受提价提振 (%)	11
图 20 2016 年酱油行业市场份额 (%)	12
图 21 中炬高新——中高顿定位	12
图 22 海天食品——产量及市占率稳居第一	12
图 23 加加食品——锋芒稍逊	13
图 24 千禾味业——聚焦超高端	13
图 25 山东欣和——后起之秀，产能瓶颈	13
图 26 东古调味品——品类待开拓	13
图 27 李锦记——品牌力和营销力典范	14
图 28 亨氏味事达——扩产能提升市场占有率	14
图 29 中炬高新酱油吨价最高 (元)	14
图 30 厨邦纯酿酱油 (无添加)	16
图 31 厨邦沿江大晒场	16
图 32 厨邦宣传片宣传“产品更放心”	17
图 33 海天味业渠道收入占比 (%)	18
图 34 中炬高新渠道收入占比 (%)	18
图 35 上市公司营业收入对比 (亿元)	19
图 36 上市公司营业收入增速对比 (%)	19

投资聚焦

核心观点/投资逻辑

中炬高新是我国市占率排名第二的酱油生产企业，前身为公私合营石岐酱料厂，其知名产品“厨邦酱油”起源于清末民初的香山酱园，是历史悠久、根基深厚的“中华老字号”。中炬高新 2017 年上半年开局良好，进入 2017 年下半年，其所处调味品行业呈现两大趋势：1) 全国餐饮 2017 年上半年总体增速 11.2%，虽然 1-4 月份增幅相对偏低，但自 5 月起反超，6 月达到最高点 11.9%，显现了强劲的增长势头，带动调味品行业增速触底反弹；2) 受到成本上涨影响，以海天年初提价为开端，上市公司中炬高新、千禾味业等均有跟进动作或计划，调味品行业出现提价潮，渠道积极性也获得提振。我们判断中炬高新的业绩增长势头不减。随着餐饮行业景气度提升，调味品行业需求度提高，公司产品定位精准、厨邦品牌知名度高，阳西基地新增产能逐渐释放，且不断扩宽下游渠道，公司盈利能力日益增强。

与市场不同之处

公司房地产开发项目位于广珠城轨中山站都市商圈，地理位置优越，总占地面积 1,374 亩，其中第一期为低密度住宅区和配套商业开发区，容积率 1.26，截止 2017 年 3 月末已销售及签约套数 146 套，占总开发套数的 71.3%，销售均价 1.29 万元/平方米，累计回笼资金 3.21 亿元。二期开发的主要为刚需楼盘，容积率 2.37，已有 2 幢楼完成主体封顶，可销售面积 1.42 万平方米。从土地储备和成本情况看，公司目前未开发土地储备 1698 亩，土地账面成本仅为 60 万元/亩，折合楼面价 920 元/平米，经过多年发展，广珠城轨中山站片区地块已获得大幅增值。

股价催化剂

1. 2015 年至 2020 年将是公司酱油产能的密集投放期，随着阳西美味鲜项目投产，公司其他调味品产能将从 2020 年开始增长，符合公司平台化发展的策略；
2. 由于 2 季度为酱油行业淡季，且今年 1 季度经销商提前备货导致分流 2 季度销售量，随着 3、4 季度行业旺季来临，同时经销商采购补库存恢复常态化，公司的营业收入及净利润均有望环比大幅回升；
3. 中炬高新的预收款项于 2016 年 1 季度开始增长，到 2016 年底达到 2.0 亿元，是公司自 2013 年 1 季度以来的最高水平。由于公司调味品采用现款现结模式，故预收账款峰值的出现主要是因为其下属房地产项目进入新一轮结算周期。截止 2017 年 6 月，公司房地产营业收入仅为 273 万元，尚有 1.55 亿元预收款项未确认收入，公司预计有望于下半年逐步确认地产收入，进一步提升公司收入和净利润规模。

盈利预测与投资评级

我们预计中炬高新 2017-2019 年营业收入分别为 36.58 亿元、43.02 亿元及 50.09 亿元，归属母公司所有者净利润分别为 4.68 亿元、6.40 亿元和 7.57 亿元，每股收益分别为 0.59 元、0.80 元和 0.95 元。给予公司 18 年 30x 市盈率的估值，对应市值 192.0 亿元，对应股价 24.1 元。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

另需提醒的是，公司当前未开发地产业务项目 NAV 保守估计为 22.3 亿元，对应每股 2.80 元，该部分估值目前尚未完全体现在

公司估值中。

核心假设

1. 公司主营业务收入以调味品业务为主，以地产开发、园区开发及物业出租和汽车配件业务为辅。
2. 调味品业务未来的产能扩张以公司已披露信息匡算。2017—2019年，公司平均吨价为6794.2元/吨、7106.3元/吨及7283.9元/吨，增速5%、2.5%和1.5%，营业收入见表7；生产成本包括原材料、包装材料、人工成本和制造费用及折旧，合计占销售额的60.5%。
3. 由于房地产新增业务保守估计将于2020年开始贡献利润，故盈利预测部分仅考虑已开发地产的销售情况。保守估计2017、2018及2019年已开发项目为母公司贡献收入为7500万元、1.5亿元及1.0亿元，对应净利润率为公司历史上房地产业务进行批量结算时的平均利润率，即14.7%；
4. 园区开发及物业出租和汽车配件业务贡献收入保持目前规模，分别为3750万元及7000万元，净利润率分别为12.3%和11.5%；
5. 2017及2018年的销售费用率分别为11.4%和8.7%；管理费用率分别为8.7%和8.5%。前者17年较之前上升主要因为运费上涨，后续公司将会把运费涨价部分转嫁至下游；后者持续下降主要因公司管理能力逐步提高。
6. 由于广东美味鲜为高新技术企业，公司调味品公司2017、2018及2019三年适用15%的所得税率，综合税率15.9%。

中炬高新公司概况

转型：主业从开发区投资到调味品制造

中炬高新（600872.SH）成立于1993年1月，并于1995年1月在上海证券交易所挂牌上市，是全国国家级开发区的首家上市公司。公司上市后的三大主业分别是：1）中山市火炬开发区内厂房、宿舍物业出租；2）开发并出售开发区土地；3）以现金、厂房或土地出资，参、控股高新技术企业近50家。

由于高新技术企业项目小、自主研发生产能力弱，2000年以来，公司逐步转型：

- 2000年6月，公司完成对中山市美味鲜食品总厂的收购，后者更名为广东美味鲜调味食品有限公司（以下简称“广东美味鲜”），主营酱油、鸡精鸡粉、蚝油、食醋、调味酱等调味品。并拥有“厨邦”、“美味鲜”两大品牌。近三年一期，调味品对中炬高新的主营业务收入贡献比例分别为87.8%、94.5%、91.7%和97.0%（见“重点财务指标分析”），成为公司的支柱产业。
- 除此之外，公司十年来累计投资无发展前景的股权债权已置换为2000多亩中山市商住用地，由公司持股79.2%的广东中汇合创房地产有限公司负责经营，目前在建面积85亩（≈5.7万平方米），1600余亩土地（≈106.7万平方米）尚未开发。近三年一期，房地产业务对中炬高新的主营业务贡献比例分别为0.18%、0.11%、2.9%和0.11%，占比较小。
- 在高新技术企业投资领域，公司主要控股中山中炬森莱高技术有限公司和中山中炬精工机械有限公司，前者主营车用镍氢及混合动力电池的研发，为国家863项目，现已停产，对公司业绩的负面压力解除；后者为公司每年贡献约500-1000万元的利润。

升级：调味品产能进入密集投放期

公司子公司中山美味鲜起源于清末民初的香山酱园，前身为公私合营石岐酱料厂，是历史悠久、根基深厚的“中华老字号”。公司现有中山和阳西两大调味品生产基地。其中，中山基地产能30万吨（酱油20万吨、其他调味品10万吨），现已满产。阳西基地厨邦食品项目建设期为2012年8月-2018年7月，分三期进行滚动开发，其中一期20万吨酱油、3万吨天然油工程已完工，于2014年6月投产，2016年产能利用率为70%，我们预计2017年产能利用率将接近满产；二期天然油工程已完工，20万吨酱油工程在建，将于2020年全面达产。阳西基地美味鲜食品生产项目于2017年9月启动，各类调味品及相关食品产能65万吨（30万吨食用油、20万吨蚝油、10万吨料酒、5万吨醋），项目建设期5年，边建设边投产，第3年开始投产，第6年达产。

表 1 公司已披露调味品扩产情况 (万吨/年)

基地及项目名称	新增产能		扩产周期	
	酱油	其他调味品	建设周期	投产周期
中山基地	20	10	2005.02-2011.12	2011.12-2014.12
广东厨邦一期	20	3	2012.06-2014.06	2014.06-2017.06E
阳西基地	20	3	未披露	2017.12E-2019.12E
阳西美味鲜	0	65	2017.12E-2019.12E	2020.01E-2023.01E

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

表 2 阳西广东厨邦规划产品品类及产能 (万吨/年)

	酱油	鸡精鸡粉	调味酱	蚝油	醋汁类	食用油类	合计
2014	5.1	0.31	0.17	0.27	0.11	0.18	6.14
2016	13.46	1.08	0.58	1.15	0.38	0.65	17.3
2018E	22.97	1.98	1.09	2.76	0.73	1.16	30.69
2020E	33.37	3.16	1.71	5.59	1.22	1.83	46.88

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

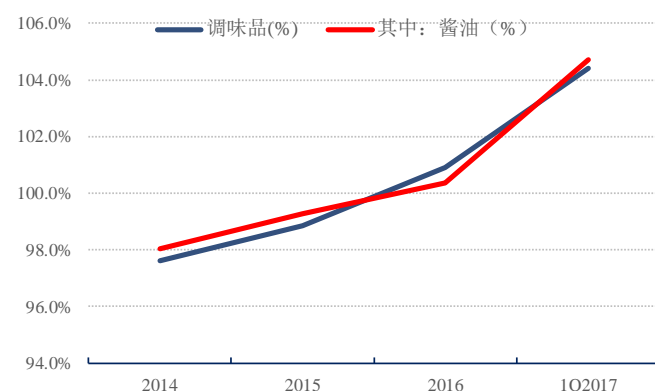
表 3 阳西美味鲜新产品品类及产能 (万吨/年)

食品	食用油	蚝油	醋	料酒	总计
产能	30	20	10	5	65

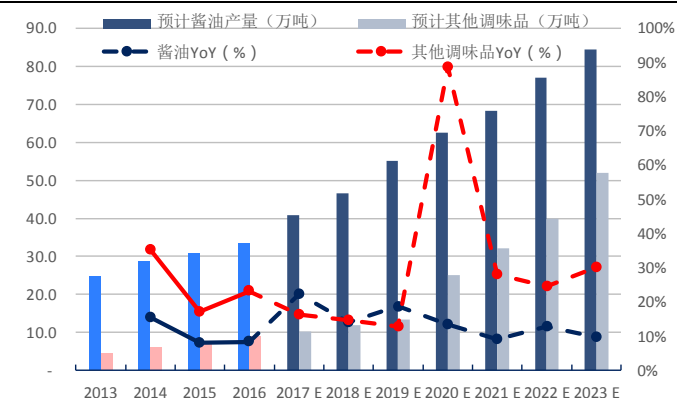
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

根据公司披露项目情况, 我们判断 2015 年至 2020 年将是公司酱油产能的密集投放期。近三年一期, 公司调味品及酱油的产销率逐年提高, 可见公司酱油产品的下游需求旺盛, 公司产品供不应求; 更重要的是, 在资金流动性充裕的 2012-2014 年度, 公司并未激进扩张, 而是拉长了新产能的建设和达产周期, 使产能与需求更匹配。阳西一期建设至达产约经历 64 个月, 略低于公司预期的 60 个月, 因此原定于 2014 年启动的二期建设相应后延, 公司对后续项目达产周期的预期也调整至更为合理的 6 年时间。我们中性预计 2020 年全年公司酱油总产销量约为 62.64 万吨, 较其 16 年同期水平增长 87.7%。

随着阳西美味鲜项目投产, 公司其他调味品产能将从 2020 年开始增长, 符合公司平台化发展的策略 (见“行业内企业竞争情况”)。

图 1 近三年一期公司调味品产销率 (%)


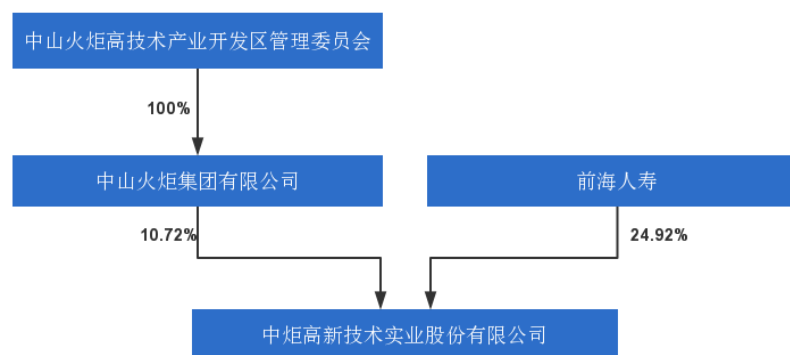
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

图 2 2013-2023 (E) 酱油及其他调味品产量及增速 (万吨, %)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

股权结构

在前海人寿举牌公司之前, 中炬高新股权相对分散, 第一大股东中山火炬集团有限公司持股 10.72%, 中山火炬高技术产业开发区管理委员会为公司实际控制人。2015 年 4 月, 前海人寿保险通过二级市场买入方式举牌中炬高新, 目前前海人寿持有公司 24.92% 股权, 为公司第一大股东。

图 3 中炬高新股权结构图 (截至 2017 年 6 月 30 日)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

根据保监会出台的《关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》(【2017】9 号) 第五、六、七条, 大股东前海

人寿成为实际控制人应进行事前核准，故第二大股东中山火炬高技术产业开发区管委会目前仍为公司实际控制人。

市场普遍担忧前海人寿如未能如愿成为控股股东，可能存在二级市场抛售公司股票的风险；目前来看，在前海人寿派驻常务副总之后，董事会和股东大会运转正常，可见各方股东对公司的经营发展战略均比较认可。

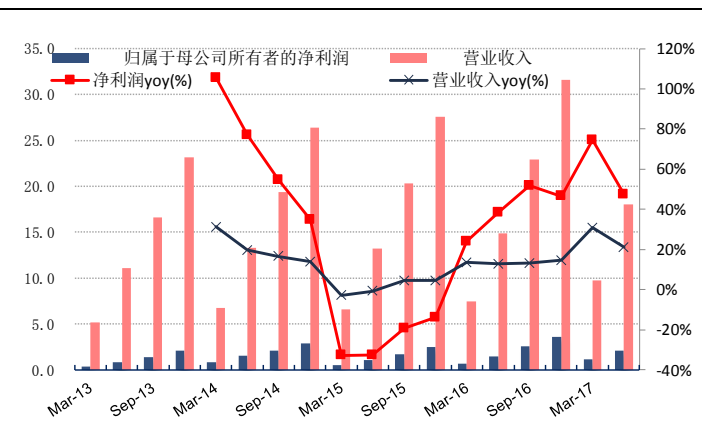
重点财务指标分析

1) 营收及净利润增速维持高位，2017 全年表现有望超预期

2014 年至 2015 年末，中炬高新经历了营业收入及净利润的双双放缓，该趋势于 2016 年开始反转，并于 2017 年 1、2 季度维持了高增长态势（见图 4）。

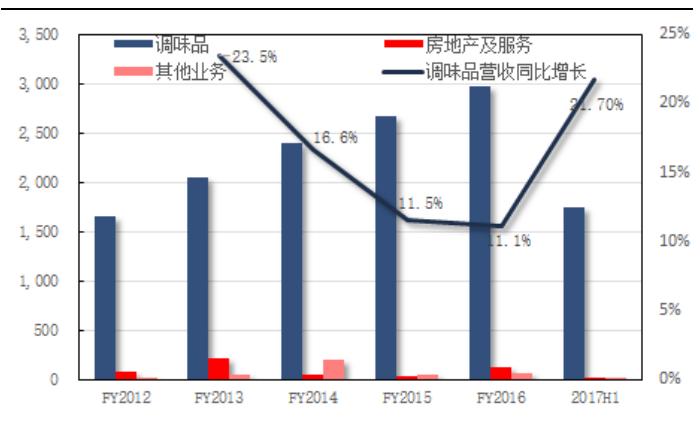
2017 年 1-6 月，中炬高新实现营业总收入 18.04 亿，同比增长 21.07%，其中 2 季度实现营业收入 8.3 亿元，同比增长 11.3%，增速较 1 季度略降，主要因 2 月底开始经销商预计厨邦酱油将追随海天进行全产品线提价而提前备货所致。

图 4 公司按季度营业收入、净利润及对应增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

图 5 主营业务构成变化及调味品收入增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

从收入构成来看，公司的营业收入主要通过母公司控股的下属子公司实现。调味品业务所在的广东美味鲜是公司的主要收入来源，2017 年上半年实现收入 17.5 亿元，同比增长 21.7%，占总收入的比例由 16 年底的 91.7% 上升至 97%，成为公司业务发展的重中之重。除了传统优势产品厨邦酱油外，随着公司阳西基地投产，公司于 2015 年陆续推出了食用油、罐头、料酒、米醋等系列新产品，逐渐从单一调味品向多品类健康食品的方向转型。

表 4 母公司及其子公司收入和利润率 (万元, %)

类型	收入类型	公司名称	持股比 例	2014			2015			2016			1H2017		
				收入	利润	利润率 (%)	收入	利润	利润率 (%)	收入	利润	利润率 (%)	收入	利润	利润率 (%)
母公司	房地产及 业务	中炬高新技术实业	100%	11,745	(1,137)	-9.7%	5,530	(210)	-3.8%	7,819	10,965	140.2%	1,438	57,832	4021.7 %
	调味品	广东美味鲜	100%	237,600	27,700	11.7%	262,800	30,700	11.7%	289,474			124,489		
	调味品	广东厨邦食品有限公司	80%	21,612	1,456	6.7%	83,808	12,527	14.9%	104,330	19,496	18.7%	63,139	11,908	18.9%
	电池	中山中炬森菜高技术	66%	912	280	30.7%							(1)	(0)	
子公司	汽车、摩托 车配件	中山中炬精工机械	75%	7,531	756	10.0%	6,427	638	9.9%	7,228	998	13.8%	3,671	394	10.7%
	房地产	中兴(科技)贸易发展	100%		7			11							
	房地产	中山创新科技发展	100%	5,163	1,225	23.7%	-	-							
	房地产	广东中汇合创房地产	79.16%	488	29	5.9%	301	243	80.7%	9,255	1,992	21.5%	273	178	65.2%
	房地产	中炬高新物业管理	100%	762	4	0.5%	766	5	0.7%						

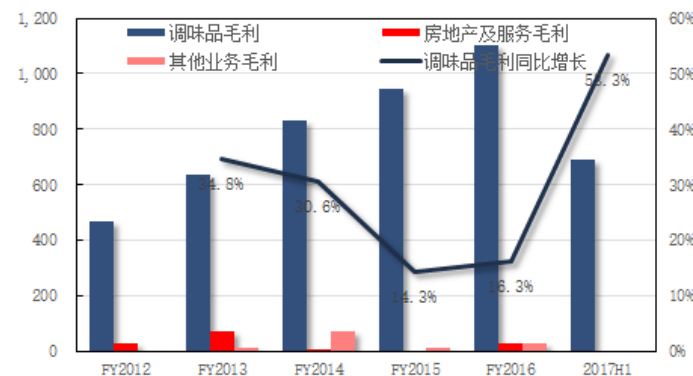
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

2017 年上半年, 公司归属于母公司所有者净利润为 2.1 亿元, 同比增长 47.5%, 2 季度单季净利润 0.95 亿元, 同比增长 24.3%, 低于 1 季度录得的 74.0% 水平。

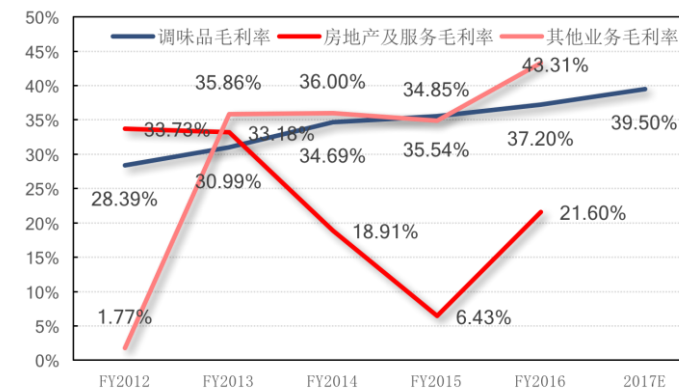
鉴于 2 季度为酱油行业销售淡季, 且经销商提前备货分流 2 季度销售量, 影响了中报增速。随着 4 季度行业旺季来临, 同时经销商采购补库存恢复常态化, 公司的营业收入及净利润均有望环比回升。

2) 净利润率与毛利率背离, 三项费用率调整成效有待释放

从毛利率来看, 中炬高新 2017 年上半年综合毛利率 39.1%, 高于过去 3 年平均值 (36.1%) 3 个百分点。主要得益于公司调味品业务毛利率稳步上升, 录得 39.5%, 较 2016 年底又提高了 2.3 个百分点; 同期房地产业务受经济景气度和政策调控影响, 毛利率波动较大。

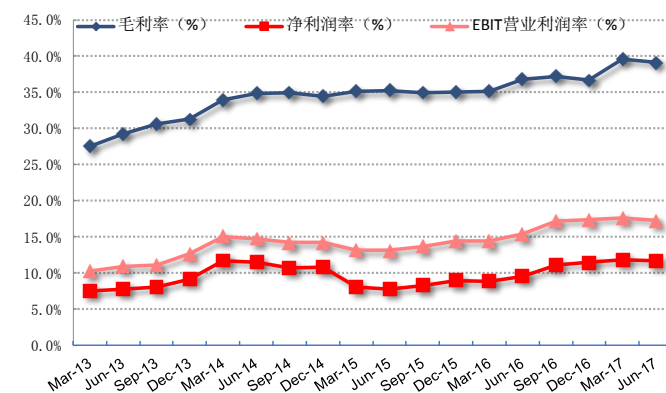
图 6 公司按季度毛利构成及增速 (亿元, %)


资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

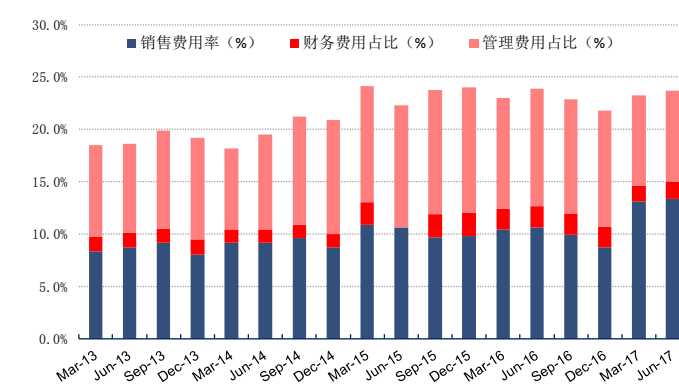
图 7 公司分部毛利率变化情况 (%)


资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

有别于毛利率的高增长，公司同期净利润率为 11.7%，较历史数据并无明显变化。两者趋势的背离主要为三项费用率上升所致，其中销售费用率 13.3% 高于去年全年平均水平（9.9%）3.4 个百分点，原因是运输费用同比跃升。

图 8 公司盈利能力变化情况 (%)


资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

图 9 公司三项费用率变化情况 (%)


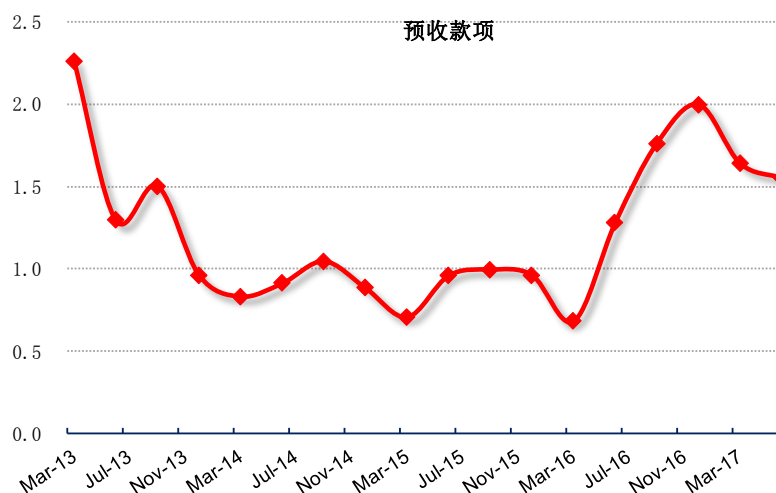
资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

值得指出的是，公司的管理费用率大幅下降至 8.7%，较去年全年平均水平（11.0%）低 2.3 个百分点，这意味着公司管理层已意识到管理成本过高是公司的竞争弱势。随着公司继续通过科技手段提升管理效率，同时将运输成本部分转嫁至下游渠道，公司的净利润率水平将逐步提升。

3) 房地产项目进入结算周期, 预收款项维持高位

中炬高新的预收款项于 2016 年 1 季度开始增长, 到 2016 年底达到 2.0 亿元, 是公司自 2013 年 1 季度以来的最高水平。由于公司调味品采用现款现结模式, 故预收账款峰值的出现主要是因为其下属房地产项目进入新一轮结算周期。截止 2017 年 6 月, 公司房地产营业收入仅为 273 万元, 尚有 1.55 亿元预收款项未确认收入, 我们预计其有望于下半年逐步确认地产收入, 进一步提升公司收入和净利润规模。

图 10 中炬高新预收款项按季度变化情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

公司房地产开发业务主要由子公司中汇合创经营, 项目位于广珠城轨中山站都市商圈, 地理位置优越, 总占地面积 1,374 亩, 其中第一期为低密度住宅区和配套商业开发区, 容积率 1.26, 截止 2017 年 3 月末已销售及签约套数 146 套, 占总开发套数的 71.3%, 销售均价 1.29 万元/平方米, 累计回笼资金 3.21 亿元。二期开发的主要为刚需楼盘, 容积率 2.37, 已有 2 幢楼完成主体封顶, 可销售面积 1.42 万平方米。将于 2017 年下半年方启动对外销售。

表 5 公司账面土地价值 (万元)

	2013	2014	2015	2016	1H2017
开发成本 (万元)	97,977	100,312	102,417	102,430	104,079
每亩账面成本 (元/亩)	577,013	590,767	603,163	603,241	612,951

每平方米账面成本 (元/坪)	866	886	905	905	919
----------------	-----	-----	-----	-----	-----

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

从土地储备和成本情况看，公司目前未开发土地储备 1698 亩，土地账面成本仅为 60 万元/亩，折合楼面价 920 元/平米，经过多年发展，广珠城轨中山站片区地块已获得大幅增值，公司未来房地产业务利润率将十分可观。

图 11 过去一年以来中山市房屋均价变化 (万元, %)

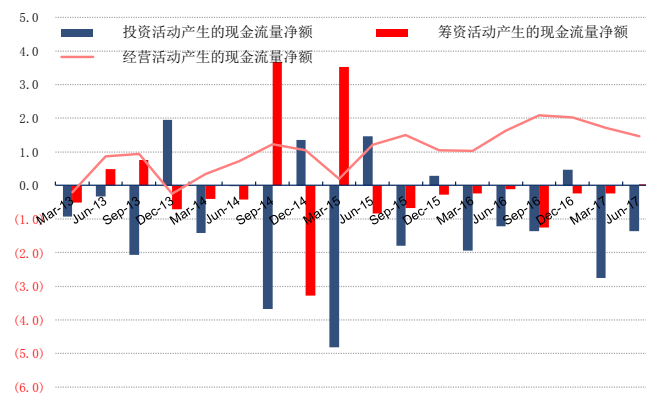


资料来源：房天下

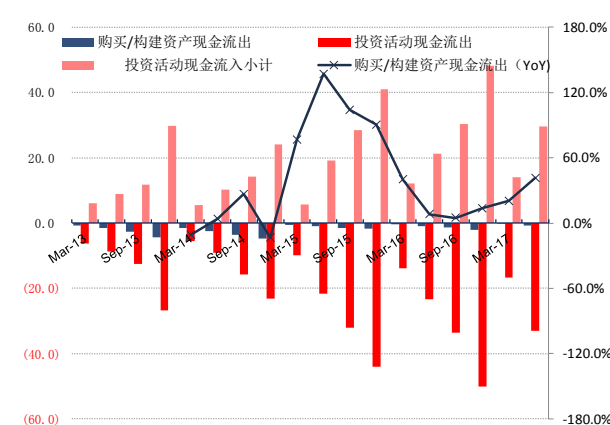
4) 投资性现金流出增长加速，公司现金流充沛

2017 年上半年，公司现金增加值为-1.15 亿元。其中，与盈利水平息息相关的经营性现金流量净额为 3.16 亿元，增速 19.3%；投资性现金流量净额为-4.12 亿元，增速 30.9%；筹资性现金流量净额为-0.2 亿元。

鉴于中炬高新的投资性现金流支出主要为公司的投资理财流量，该指标一定程度上体现了公司在手现金的充沛程度和使用效率。截止 2017 年 6 月，公司除购买资产以外的投资活动现金流量为 32.9 亿元，增速 41%，2 季度单季录得 16.3 亿元，增速 60%。

图 12 中炬高新各项活动产生的单季度现金净流量（亿元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

图 13 中炬高新投资性现金流量构成及投资活动增速（亿元，%）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

结合上述财务分析，我们判断中炬高新上半年开局良好。展望下半年，除房地产业务可能贡献的约 1-2 亿元额外收入外，公司能否保持业绩增长势头主要取决于其占比最大的调味品板块增速。因此，调味品行业的市场空间、发展趋势、竞争激烈程度，以及公司自身的行业地位、战略布局，都对公司的盈利水平起着关键作用。

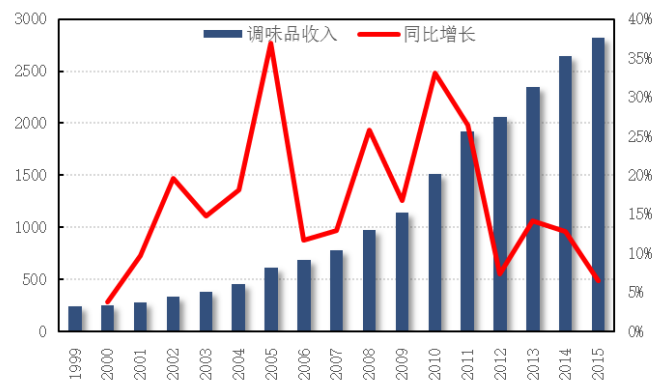
行业分析：调味品行业增速触底反弹

我们在 9 月 26 日发布的“调味品行业报告：酱油篇”中已经对行业发展情况做了深度梳理，故下文仅对 2017 年凸显的两大行业趋势进行分析。

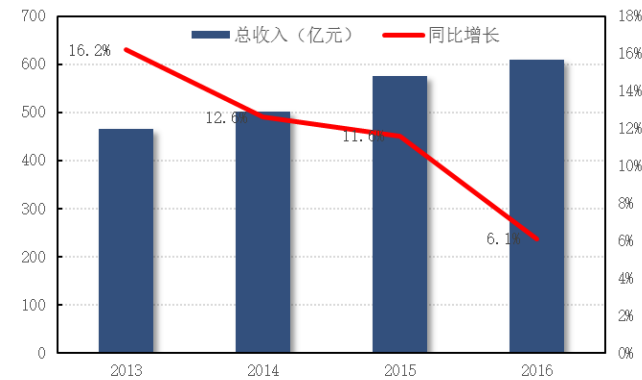
餐饮增速回暖

2015 年调味品行业营业收入增速跌至个位数，仅录得 5.22%，为历史最低水平；另外，根据中国调味品协会对中国调味品品牌企业百强统计结果显示，2015、2016 两年百强企业总销售收入增速分别仅为 11.6% 和 6.1%，行业整体增速趋势放缓。这一方面是由于我国经济增长放缓，另一方面则因国家遏制三公消费，餐饮行业的公务宴请需求几乎消弭，转而削弱了对调味品的存量需求。

餐饮渠道消费对调味品行业的收入贡献高达 50%，是影响调味品行业收入增速的最主要来源。2012 年以来，餐饮市场规模增速下降，仅在 2015 年增速上升，后持续下降。餐饮社销数据 2016 年同比增 10.8%，限额以上餐饮 2016 年同比增 6.0%，增速持续下滑。

图 14 1999-2015 年中国调味品主营业务收入及增速(亿元, %)


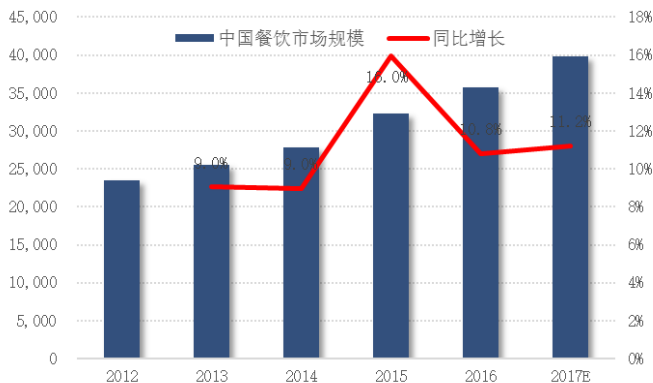
资料来源：国家统计局，信达证券研发中心整理

图 15 2013-2016 调味品百强企业总收入增长情况(亿元)


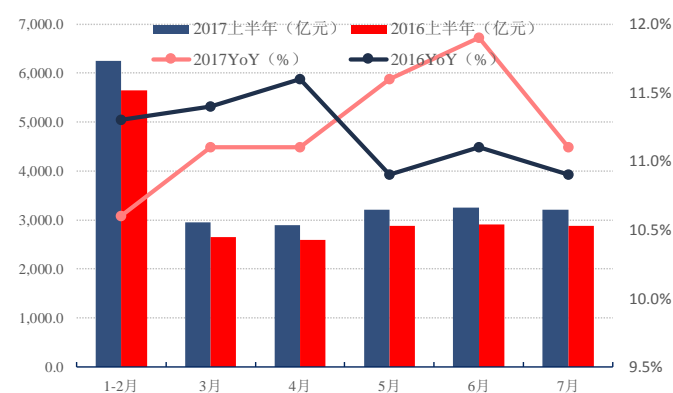
资料来源：中国调味品协会，信达证券研发中心整理

然而，2017 年上半年，经济环境好转，带动了餐饮行业的恢复增长。

国家统计局数据显示，全国餐饮各月度增长都保持在 10.6% 以上增速，上半年餐饮行业总体增速 11.2%，增幅与 2016 年同期持平。虽然 1-4 月份增幅相对偏低，但自 5 月起反超，6 月达到最高点 11.9%，显现了强劲的增长势头。2017 年 7 月，单月同比增速 11.1% 仍略高于去年同期的 10.9%，景气延续至三季度。我们判断餐饮行业的高景气度有望在下半年持续，进而提振对调味品的需求，带动行业增速触底反弹。

图 16 2010-2017 全国餐饮市场规模及增速(亿元, %)


资料来源：第一财经商业数据中心，信达证券研发中心整理

图 17 2016-2017 全国餐饮月度收入及增速对比(亿元, %)


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心整理

调味品龙头企业完成提价，盈利能力得到保障

受到成本上涨影响，以海天味业年初提价为开端，上市公司中炬高新、千禾味业等均有跟进动作或计划，调味品行业出现提价潮。

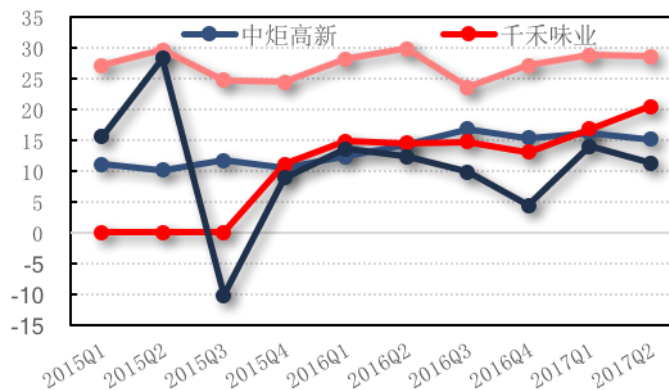
图 18 2017 年调味品行业上市公司提价进程



资料来源：信达证券研发中心整理

根据千禾味业招股说明书披露数据，调味品的主要原材料为大豆、食盐、白糖等，占总成本比例约 55%；另外包装材料占比约 25%，加工费及运费占比约 20%。本轮成本上涨主要为覆盖自 2016 年下半年以来的包材和运费成本上升，几大上市公司平均出厂价提价幅度约为 5%。调价幅度已能完全覆盖包材及运费的成本上升，因此 17 年 1Q 调味品板块企业毛利率均环比提升；更重要的是，借本轮调价，品牌企业也调高了终端指导价的提价幅度，终端价平均高出出厂价提价幅度约 3 个百分点，从而补贴了渠道利益，调动了渠道经销商销售产品的积极性。

图 19 调味品行业上市公司按季度营业利润率受提价提振 (%)

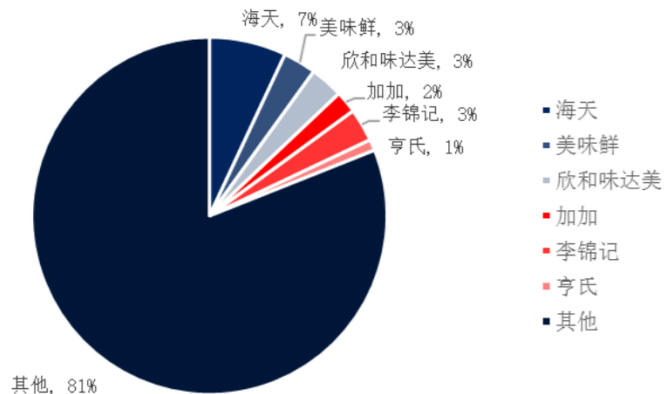


资料来源：信达证券研发中心整理

公司与主要酱油公司竞争力综合对比

中炬高新是我国市占率排名第二的酱油生产企业，其知名产品“厨邦酱油”起源于清末民初的香山酱园，前身为公私合营石岐酱料厂。

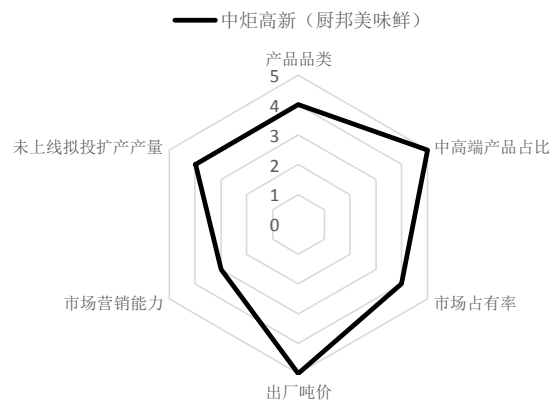
图 20 2016 年酱油行业市场份额 (%)



资料来源: Euromonitor

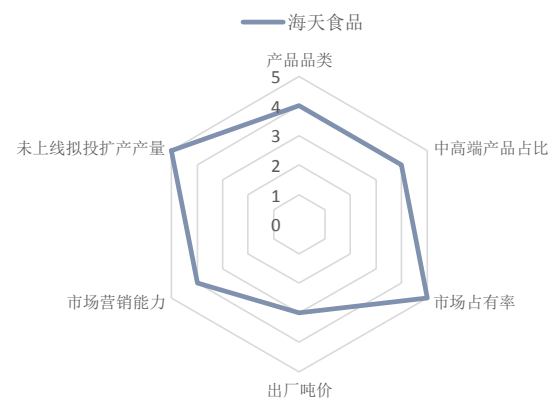
我们在“调味品行业报告：酱油篇”中，根据 Euromonitor 的市占率排名情况，对包括中炬高新在内的 6 家调味品公司以及另 2 家上市公司进行了对比，详细情况见下表。

图 21 中炬高新——中高顿定位

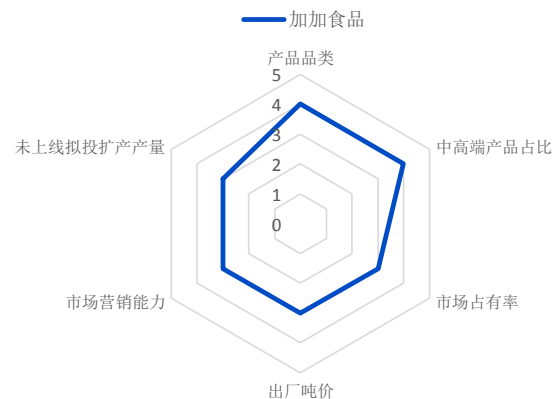


资料来源: 信达证券研发中心

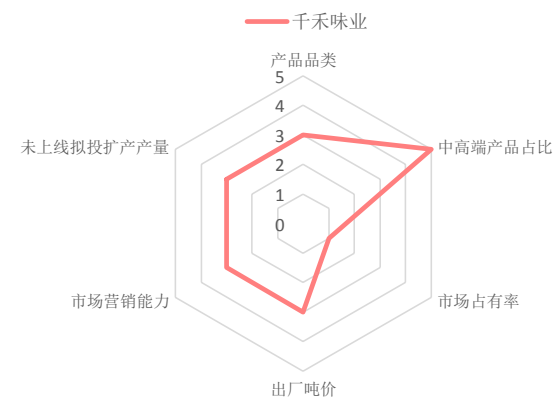
图 22 海天食品——产量及市占率稳居第一



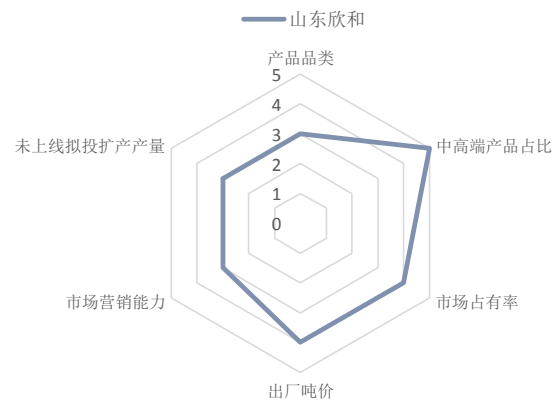
资料来源: 信达证券研发中心

图 23 加加食品——锋芒稍逊


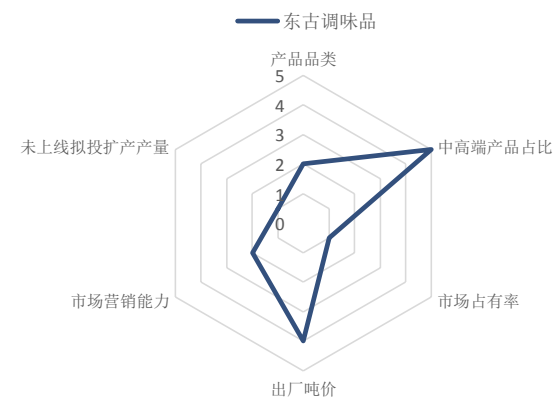
资料来源：信达证券研发中心

图 24 千禾味业——聚焦超高端


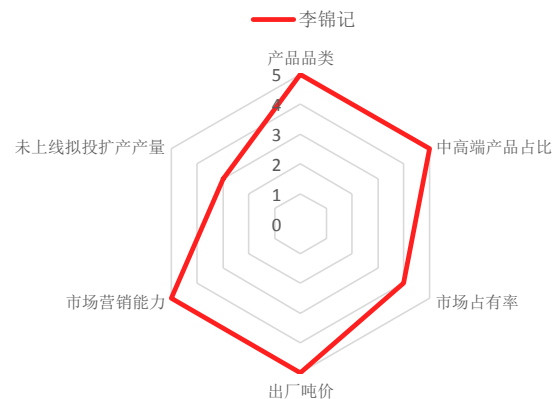
资料来源：信达证券研发中心

图 25 山东欣和——后起之秀，产能瓶颈


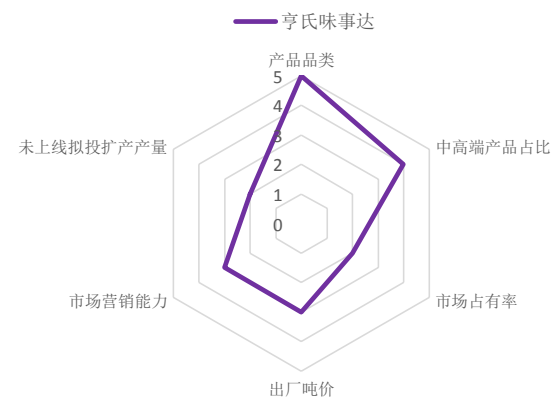
资料来源：信达证券研发中心

图 26 东古调味品——品类待开拓


资料来源：信达证券研发中心

图 27 李锦记——品牌力和营销力典范


资料来源：信达证券研发中心

图 28 亨氏味事达——扩产能提升市场占有率


资料来源：信达证券研发中心

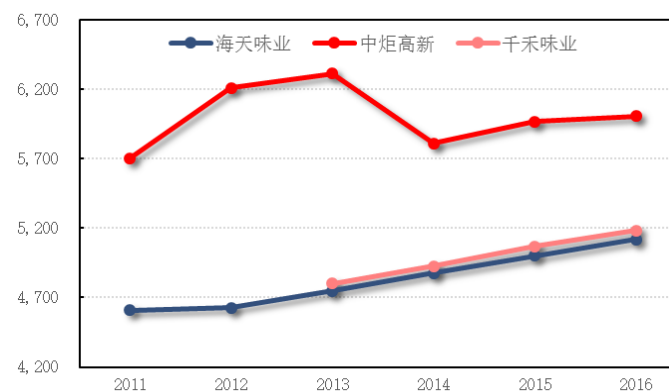
对比中炬高新与行业内主要公司，我们认为其核心竞争力有如下几点：

1) 产品定位精准

有别于大多数行业内企业趁着消费升级的红利拓展高端酱油业务，公司自 2000 年并购美味鲜之初便决定与当时的业内巨头海天味业进行差异化竞争，深耕中高端酱油领域多年。这一策略使得公司将广东美味鲜由营业收入仅为 1 个亿的小厂发展成为年营收超过 35 亿元的行业内第二大企业。

我们对上市公司的出厂吨价进行了比对，中炬高新产品定位中高端，酱油吨价约 6000 元/吨，比海天、千禾高出 20%，比加加高出约 50%，可见其产品结构较符合消费升级逻辑。

图 29 中炬高新酱油吨价最高（元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

从具体产品的角度来看，公司产品更高端体现在酱油的氨基酸态氮含量上。根据我国 GB18186-2000 《酿造酱油》国家标准，酱油被分为三级至特级，目前公司 90%以上为一级以上产品。我们判断随着消费者对酱油升级的需求增长，标识“特级酱油”的品牌更应收到消费者的青睐。

表 6 特级酱油感官特性及理化标准

项目	高盐稀态发酵酱油（含固稀发酵酱油）			
	特级	一级	二级	三级
色泽	红褐色或浅红褐色，色泽鲜艳，有光泽		红褐色或浅红褐色	
香气	浓郁的酱香及酯香气		较浓郁的酱香及酯香气	
滋味	味鲜美、醇厚、鲜、咸、甜适口		味鲜，咸甜适口	
体态	澄清			
可溶性无盐固形物，g/100mL,≥	15.00	13.00	10.00	8.00
全氮（以氮计），g/100mL,≥	1.50	1.30	1.00	0.70
氨基酸态氮（以氮计），g/100mL,≥	0.80	0.70	0.55	0.40

资料来源：GB18186-2000 《酿造酱油》国家标准，信达证券研发中心整理

从酿造方式来看，公司采用广式高盐稀态酿造方式，与李锦记和海天等知名酱油品牌相同。广式高盐稀态，又称“南派酱油”，主要区别于我国物资匮乏时期以廉价原料（豆粕和麸皮）生产的“低盐固态”酱油，前者酿造天数高达 180 天。（“晒足 180 天”的广告语由此而来）而后者酿造周期仅为 15-30 天。高盐稀态酱油队原料选取更加严格科学；曲种选择更为纯正；生产出来的酱油也更健康、安全和美味。

国内市场的另一酿造模式主要为欣和六月鲜所推广的日本高盐稀态酿造方式，相较广式的“晒制”，日式受制于纬度，因而发酵工艺温度严格控制在 5℃-30℃。这样酿造的酱油时间更长、且人为控温成本更高，口感也偏清淡。广式和日式高盐稀态酿造的酱油，前者代表了中式传统口味，后者则更受益于舶来餐饮文化的发展，未来将主导国内市场。

图 30 厨邦纯酿酱油（无添加）



资料来源：厨邦酱油博物馆

图 31 厨邦沿江大晒场



资料来源：信达证券研发中心

在消费者对调味品质量、效用和口感都愈发挑剔的今天，厨邦酱油有望利用其前期积累的产品开发经验，更快更精准的满足消费者需求，甚至创造需求。

2) 品牌化战略先行者

中炬高新在 2010 年对酱油市场做过深入的分析，发现消费者在三聚氰胺奶粉、苏丹红等食品污染事件后，普遍为食品安全担忧。然而家庭主妇们在下班后还要为家人煮饭做菜，调味品不可或缺。厨邦抓住这一机遇，制定了发展“原产地天然安全食品王国”的战略。

公司的研究还发现，消费者主要靠知名品牌来挑选调味品，因此品牌塑造刻不容缓，于是将公司资源集中到厨邦和美味鲜两个主要品牌，而且首先在厨邦品牌上下功夫。厨邦、美味鲜品牌知名度的提升，一方面源于公司近年来销售规模、市场份额

和营销网络等不断扩大，另一方面也得益于公司对产品的营销宣传及市场推广。2010年，公司和华与华公司合作拍摄的厨邦酱油广告在央视一套正式投放，在市场上掀起了良好的宣传效应，公司厨邦品牌影响力大大提升。

图 32 厨邦宣传片宣传“产品更放心”



资料来源：公司宣传片

3) 新增产能缓解产能瓶颈

未来 6 年公司将新增酱油、鸡精鸡粉、蚝油、食用油、酱料等合计约 130 万吨产能，仅次于海天味业陆续上线的高明二、三期合计 150 万吨产能。伴随着阳西基地的达产，更高的销售额意味着公司的经营杠杆进一步放大，单位折旧成本被进一步摊薄，因此，公司的盈利能力随规模提升而稳步上行亦是大概率事件。

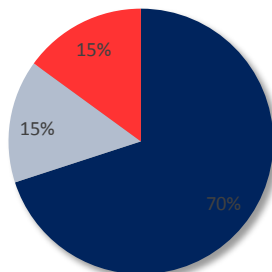
中炬高新的发展劣势则在于：

4) 经销商团队较小，不利于公司的渠道下沉和餐饮渠道拓展

目前厨邦酱油及其他调味料以家庭消费主导：流通、商超、餐饮所占的比例约为 5: 3: 2，和海天相比，餐饮用酱油比较弱；另外，截止 2016 年，公司的经销商体系发展也略显保守，截止 2016 年底，公司经销商数量 718 家，行业龙头海天味业的经销商已超过 2500 家，而千禾味业及加加食品也分别有 800 家和 1200 家。

图 33 海天味业渠道收入占比 (%)

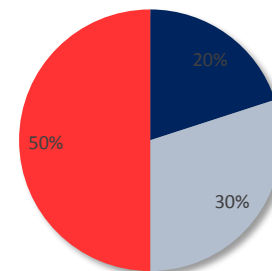
■ 餐饮渠道 ■ 大型商超 ■ 流通渠道



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 34 中炬高新渠道收入占比 (%)

■ 餐饮渠道 ■ 大型商超 ■ 流通渠道



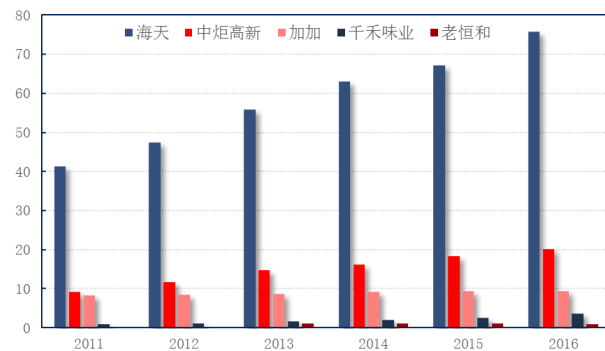
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

接下来, 餐饮渠道将是公司重点的发展方向, 展业模式一方面为通过经销商卖给餐饮店, 另一方面也依托公司主动与优势连锁餐饮企业强强联合, 目前公司主要合作品牌为西贝莜面村。从 2015 年厨邦成为西贝莜面村指定酱油以来, 公司在餐饮渠道上的销售增速按年增长约 25%。厨邦酱油与餐饮企业合作互惠互利, 一方面公司产品拓宽了下游渠道, 另一方面厨邦酱油在消费者心中建立的“高品质、讲良心”的品牌形象为食品安全增加了背书。我们判断随着消费者对食品安全的日益关注, 越来越多餐饮品牌将选择有品牌实力的调味品公司入驻。目前在经销商拓展方面, 公司预计到 2020 年全国经销商突破 1000 个, 覆盖全国地级市, 按年增长 10%, 进一步向三、四线城市进行渠道下沉。

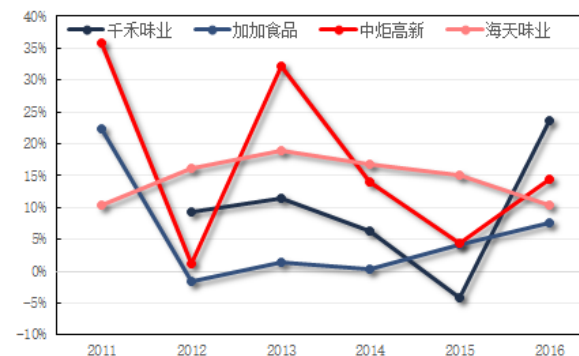
关键财务指标对比

1) 主营业务收入

截止 2016 年末, 中炬高新营业收入 31.58 亿元, 其中调味品收入 28.95 亿元, 在上市公司中排名第二; 同期, 海天味业的营业收入为 124.6 亿元, 为中炬高新的 4 倍。排名第三及第四位的加加食品和千禾味业 2016 年全年营业收入分别为 18.9 亿元和 7.7 亿元, 分别是中炬高新调味品板块收入的 65%和 27%。

图 35 上市公司营业收入对比 (亿元)


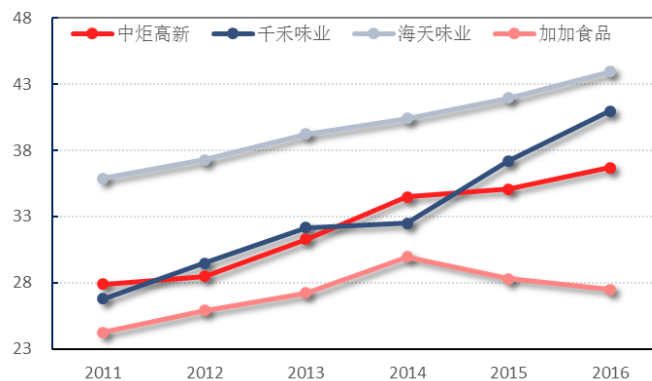
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 36 上市公司营业收入增速对比 (%)


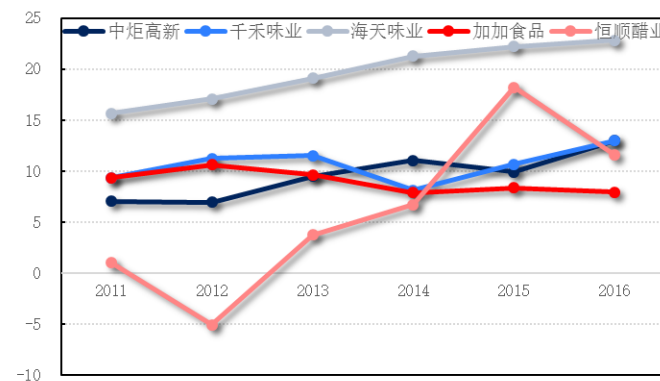
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2) 盈利能力

公司毛利率近几年呈上升趋势, 2017 年 1H 毛利率达到 36.69%, 仍低于千禾味业的 40.97% 和海天味业的 43.95%。中炬高新的产品定位比海天味业要高, 理论上可以高于海天。但公司阳西新建产能, 固定资产折旧较多, 产能并没有完全释放, 拖累公司毛利率水平。随着高端产品占比不断增加和阳西基地产能释放以及生产效率提高, 毛利率有望继续提升。

图 37 主要酱油公司毛利率对比 (%)


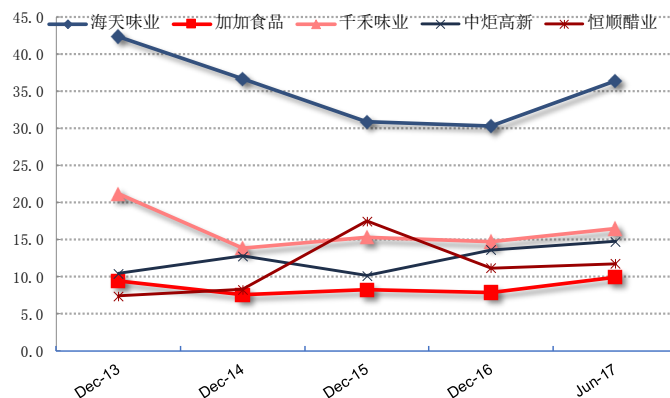
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 38 主要酱油公司净利率对比 (%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司 2017 年 ROE14.8%，处于行业第三名，低于海天味业 36.4%近 21.6 个百分点。从历史表现来看，公司的 ROE 自 2015 年触底后稳步回升，但幅度仍小于海天味业和千禾味业。由于公司主营资产中还包括房地产和制造业，因此公司的综合 ROE 水平较低。随着 2017 年下半年房地产有一轮新结算周期，其综合 ROE 有望持续提升。

图 39 主要酱油公司 ROE 对比 (%)

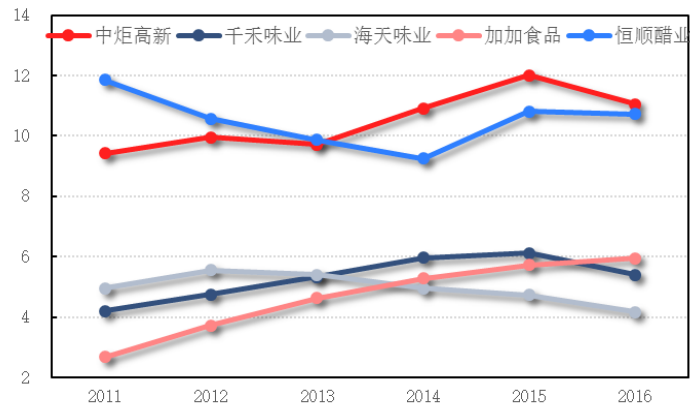


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3) 三项费用率

公司管理费用率远远高于海天和千和，和同属国企的恒顺醋业类似。管理费用相对偏高是公司的短板，主要和公司信息化程度低相关。2017 年启动信息化五年规划，包括供应链、办公、生产地面系统的信息化程度都将提高，逐步减少管理人员数量，降低管理费用率。

图 40 主要酱油公司管理费用率对比 (%)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

基于前文的分析，我们对中炬高新未来盈利情况进行了如下假设：

- 1、公司主营业务收入以调味品业务为主，以地产开发、园区开发及物业出租和汽车配件业务为辅。
- 2、调味品业务未来的产能扩张以公司已披露信息匡算。2017—2019年，公司平均吨价为6794.2元/吨、7106.3元/吨及7283.9元/吨，增速5%、2.5%和1.5%，营业收入见表7；生产成本包括原材料、包装材料、人工成本和制造费用及折旧，合计占销售额的60.5%。

表 7 保守估计的中炬高新调味品业务情况 (万吨, 元/吨, 百万元, %)

	2013	2014	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
调味品合计 (万吨)	29.22	34.66	38.00	42.22	51.08	58.31	68.50	87.71	100.47	117.02	136.44
yoy (%)		19%	10%	11%	21%	14%	17%	28%	15%	16%	17%
酱油产量 (万吨)	24.69	28.53	30.82	33.38	40.80	46.53	55.22	62.64	68.37	77.06	84.48
其中：广东厨邦 (80%)	-	3.84	6.13	8.69	16.11	19.95	24.80	32.22	34.11	37.95	42.80
其他调味品 (万吨)	4.53	6.13	7.18	8.84	10.28	11.78	13.28	25.07	32.10	39.96	51.96

其中：阳西美味鲜（100%）	-	-	-	-	-	-	-	-	11.79	18.82	26.67	38.68
调味品权益产能（万吨）	29.22	33.89	36.77	40.48	47.86	54.32	63.54	81.27	93.65	109.43	127.88	
平均吨价（元/吨）	6,964.50	6,857.82	6,940.89	6,794.18	7,106.25	7,283.91	7,396.65	7,546.34	7,681.11	7,827.42	7,971.86	
营业收入（百万元）	1,978.61	2,324.25	2,607.00	2,895.00	3,401.20	3,956.91	4,700.12	6,132.66	7,193.18	8,565.35	10,194.3	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

3、由于房地产新增业务保守估计将于 2020 年开始贡献利润，故盈利预测部分仅考虑已开发地产的销售情况。我们保守估计 2017、2018 及 2019 年已开发项目为母公司贡献收入为 7500 万元、1.5 亿元及 1.0 亿元，对应净利润率为公司历史上房地产业务批量结算时的平均利润率，即 14.7%（见表 4）；

4、园区开发及物业出租和汽车配件业务贡献收入保持目前规模，分别为 3750 万元及 7000 万元，净利润率分别为 12.3%和 11.5%（见表 4）；

5、2017 及 2018 年的销售费用率分别为 11.4%和 8.7%；管理费用率分别为 8.7%和 8.5%。前者 17 年较之前上升主要因为运费上涨，后续公司将会把运费涨价部分转嫁至下游；后者持续下降主要因公司管理能力逐步提高。

6、由于广东美味鲜为高新技术企业，调味品板块 2017、2018 及 2019 三年适用 15%的所得税率，公司综合税率 15.9%。

中炬高新盈利预测情况见下表：

表 8 中炬高新盈利预测（百万元，%）

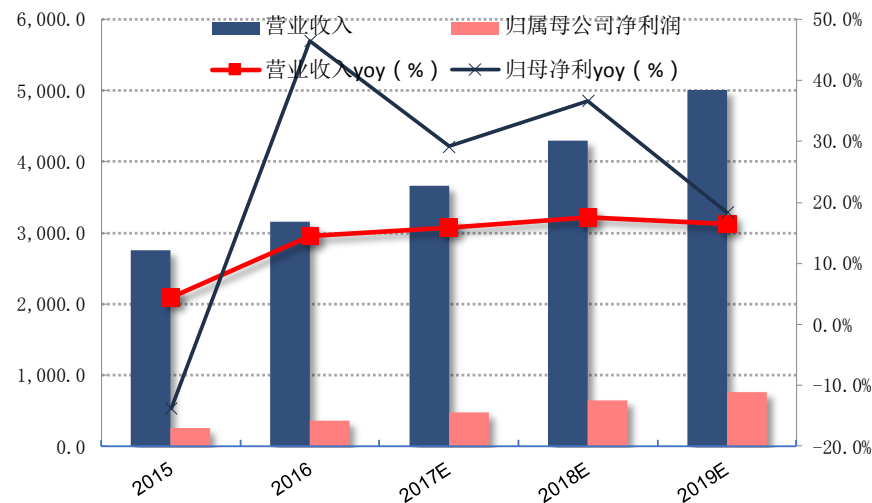
主要财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,758.59	3,157.99	3,657.76	4,301.52	5,009.07
yoy (%)	4.42%	14.48%	15.83%	17.60%	16.45%
毛利率 (%)	35.07%	36.69%	38.98%	38.64%	38.90%
营业成本	1,791.24	1,999.38	2,231.99	2,639.54	3,060.41
占比 (%)	64.9%	63.3%	61.0%	61.4%	61.1%
营业税金及附加	29.46	41.68	49.99	58.79	68.46
营业费用	270.38	275.36	415.52	375.06	436.76
占比 (%)	9.8%	8.7%	11.4%	8.7%	8.7%
管理费用	331.33	348.94	317.99	365.63	425.77
占比 (%)	12.0%	11.0%	8.7%	8.5%	8.5%

财务费用	61.16	63.25	60.80	60.71	59.75
占比 (%)	2.2%	2.0%	1.7%	1.4%	1.2%
资产减值损失	3.15	7.38	0.93	2.13	1.67
公允价值变动收益	-0.15	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	29.09	45.38	28.26	34.24	35.96
营业利润	300.81	467.38	608.80	833.90	992.21
占比 (%)	10.9%	14.8%	16.6%	19.4%	19.8%
营业外收入	42.93	24.95	36.98	36.98	36.98
营业外支出	4.62	6.07	15.66	9.66	9.66
利润总额	339.12	486.26	630.11	861.21	1,019.52
所得税	65.06	76.00	100.19	136.93	162.10
占比 (%)	19.2%	15.6%	15.9%	15.9%	15.9%
净利润	274.06	410.26	529.93	724.28	857.42
少数股东损益	26.79	47.89	61.86	84.55	100.10
归属母公司净利润	247.27	362.37	468.06	639.73	757.32
yoy (%)	-13.8%	46.5%	29.2%	36.7%	18.4%
每股收益(元)	0.31	0.45	0.59	0.80	0.95

资料来源: wind,信达证券研发中心

综上所述,我们预测中炬高新 2017-2019 年收入分别达到 36.58 亿元、43.02 亿元及 50.09 亿元,同比增长 15.83%、17.60% 和 16.45%。对应归属母公司所有者净利润 4.68 亿元、6.40 亿元及 7.57 亿元,增速 29.2%、36.7%及 18.4%。每股收益为 0.59 元、0.80 元及 0.95 元。

图 41 中炬高新营业收入及归母净利润预测情况 (百万元, %)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

估值

1) 现有业务相对估值

表 9 主要调味品上市公司估值对比 (亿元, 倍, %)

排名	代码	证券简称	最新收盘价	总市值	营业收入	净利润	ROE(%)	市盈率 PE(TTM)	市盈率 PE(18E)	市净率 PB(MRQ)	市销率 PS(TTM)	净利润三年复合增长率(%)	PEG	涨跌幅 (%)	
														近一月	近一年
2	600872.SH	中炬高新	23.78	189.44	31.58	3.62	13.64	44.04	29.6	6.54	5.46	19.41	1.32	0.63	70.19
沪深(7)															
		最高值		1,248.33	124.59	28.43	57.00	125.73	35.8	12.48	19.81	106.55	2.9	1.07	70.19
		中位值		67.28	18.87	1.17	9.42	44.04	30.2	6.54	5.46	12.41	0.4	-	0.87
1	603288.SH	海天味业	46.15	1,248.33	124.59	28.43	30.30	39.25	31.7	12.48	9.09	20.96	1.51	-2.62	60.36
3	603027.SH	千禾味业	22.87	73.18	7.71	1.00	14.74	57.53	35.8	7.82	8.17	12.41	2.89	-1.51	2.30
4	600305.SH	恒顺醋业	5.84	67.28	18.87	1.50	7.91	44.43	31.5	3.36	3.54	-2.49	-12.64	0.00	-16.48

5	002650.SZ	加加食品	10.99	66.24	14.47	1.70	11.19	35.18	27.5	4.10	4.46	63.32	0.44	-0.09	-5.13
6	300138.SZ	晨光生物	40.47	48.56	2.59	0.41	5.96	125.73	-	6.95	19.81	-8.18	-	1.07	0.16
7	603696.SH	安记食品	13.08	48.00	21.41	0.92	6.33	40.01	24.1	3.07	2.01	106.55	0.23	0.77	0.87

资料来源: wind, 信达证券研发中心 注: 股价为2017年10月09日收盘价

我们对比了中炬高新与主要上市公司的18年预期市盈率、市净率和PEG值。其中公司18年市盈率对应当前股价为29.6x, 略低于中位数值30.2x; 公司市净率6.54x, 为行业中位数值, 但考虑到公司未开发的商住用地以成本计入存货, 其实际PB倍数将相应下调; 公司PEG1.32x, 接近于1.0x, 说明其仍处于成长期, 故给予公司18年30.0x市盈率估值, 对应市值192.0亿元, 对应股价24.1元。

2) 未来房地产新开发项目部分

公司目前尚有未开发土地1698亩, 待售面积高达169.8万平方米, 每亩成本价仅61.2万元(合919元/平方米), 如项目推进顺利, 将是公司未来的又一盈利亮点。

经过多年发展, 广珠城轨中山站片区地块已获得大幅增值。假设: 1) 公司未开发土地储备容积率为1.5, 2) 保守估计中山房价仅为过去3年平均价格, 即6417元/平米; 3) 每平方米除土地的建安成本及管理销售成本合计2500元/平米; 则公司的待售面积对应未来地产销售额合计约109亿元, 对应毛利49.7亿元。

表 10 公司商住地储备情况

宗地名称	所有权人	位置	土地性质	面积(亩)	面积(万平方米)
中山火炬开发区濠头村	中炬高新	中山轻轨站旁	房地产待开发土地	602	40.13
中山火炬开发区濠头村	中汇合创	中山轻轨站旁	房地产待开发土地	1,096	73.07
其中已开发面积				278	18.55
未开发但计入存货面积				1,698	113.20
对应建设面积(容积率1.5)					169.80
2014年至今平均房价(元/平米)					6,417
保守估计建筑面积对应销售额(亿元)					108.96

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

进一步假设: 1) 项目从2020年开始批量确认收入, 2) 折现率为5%, 3) 项目开发周期为10年; 则项目NPV(10年)为32.7亿元, 扣除已投入土地成本10.4亿元, 公司地产项目的NAV(净资产价值)为22.3亿元。

3) 前海人寿屡次举牌成为公司大股东

自2015年4月后, 大股东通过自有资金及资管产品频繁举牌中炬高新, 其举牌成本价如表11所示。

表 11 前海人寿部分举牌成本 (亿元, %)

公告日期	变动截止日	股东名称	方向	变动数量(万股)	是否减持解禁	变动后持股数(万股)	变动后持股比(%)	收盘价(元)
10/1/2015	9/29/2015	前海人寿保险股份有限公司	增持	3,983.46	否	16,018.96	20.11	15.14
9/23/2015	9/22/2015	前海人寿保险股份有限公司	增持	3,984.98	否	12,035.49	15.11	13.96
9/15/2015	9/14/2015	前海人寿保险股份有限公司	增持	800	否	8,050.52	10.11	14.39
5/6/2015	4/30/2015	前海人寿保险股份有限公司	增持	3,250.27	否	7,250.52	9.1	21.73
4/25/2015	4/23/2015	前海人寿保险股份有限公司	增持	941	否	4,000.25	5.02	16.66
10/9/2015	4/22/2015	前海人寿保险股份有限公司	增持	3,059.25	否	3,059.25	3.84	16.97

资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

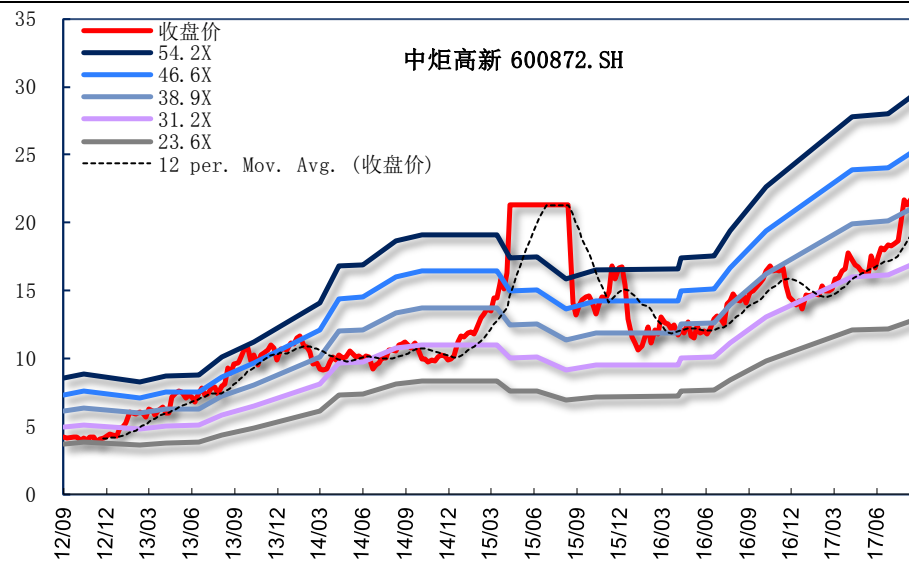
结论及投资评级

中炬高新全资子公司广东美味鲜是我国著名的调味品生产企业, 酱油营业收入位于上市公司第二位, 旗下厨邦和美味鲜品牌具有较强品牌力。2014-2015 年公司经历了调味品全行业的低迷期, 随着行业整合期的来临、再加上公司的发展策略顺应我国调味品消费升级的趋势, 其有望迎来第二次业绩腾飞期。

我们预计中炬高新 2017-2019 年的营业收入分别为 36.58 亿元、43.02 亿元及 50.09 亿元, 归属母公司所有者净利润分别为 4.68 亿元、6.40 亿元和 7.57 亿元, 每股收益分别为 0.59 元、0.80 元和 0.95 元。给予公司 18 年 30x 市盈率的估值, 对应市值 192.0 亿元, 对应股价 24.1 元。截止 2017 年 10 月 09 日, 公司股价 23.78 元/股, 已反应其 2018 年业绩增长预期。首次覆盖, 给予公司“增持”评级。

另需提醒的是, 公司当前未开发地产业务项目 NAV 保守估计为 22.3 亿元, 对应每股 2.80 元, 该部分估值目前尚未完全体现在公司估值中。

图 42 中炬高新过去 5 年 PE/PB Band



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

- 1) 调味品原材料、包材及原材料价格剧烈波动造成公司盈利水平下降的风险;
- 2) 公司渠道拓展进度不及预期从而导致公司产品供大于求的风险;
- 3) 产能扩张不达预期的风险;
- 4) 经营及决策效率持续低于同行业民营企业, 行业竞争力降低的风险;
- 5) 食品安全问题;
- 6) 房地产业务开发及结算进度受宏观政策调整而低于预期的风险;
- 7) 跨行业经营的风险。

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,341.65	2,799.54	3,154.40	3,852.50	4,715.33
货币资金	354.62	441.44	533.54	918.92	1,458.23
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	50.95	43.57	50.47	59.35	69.11
预付账款	23.81	65.88	73.55	86.97	100.84
存货	1,321.56	1,342.25	1,590.45	1,880.86	2,180.76
其他	590.71	906.39	906.39	906.39	906.39
非流动资产	2,181.47	2,111.33	2,179.07	2,212.04	2,217.64
长期投资	53.01	48.89	48.89	48.89	48.89
固定资产	1,275.74	1,216.25	1,271.22	1,454.62	1,482.65
无形资产	107.23	143.19	135.54	128.01	121.49
其他	745.49	703.00	723.42	580.52	564.62
资产总计	4,523.12	4,910.87	5,333.47	6,064.54	6,932.98
流动负债	728.06	855.03	859.23	958.96	1,064.70
短期借款	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
应付账款	262.13	236.45	263.96	312.16	361.94
其他	445.93	598.58	575.27	626.80	682.76
非流动负债	996.47	966.73	966.73	966.73	966.73
长期借款	88.57	58.57	58.57	58.57	58.57
其他	907.90	908.16	908.16	908.16	908.16
负债合计	1,724.53	1,821.76	1,825.96	1,925.69	2,031.43
少数股东权益	284.61	289.85	351.71	436.26	536.36
归属母公司股东权益	2,513.98	2,799.26	3,155.79	3,702.58	4,365.19
负债和股东权益	4,523.12	4,910.87	5,333.47	6,064.54	6,932.98

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,758.59	3,157.99	3,657.76	4,301.52	5,009.07
同比(%)	4.42%	14.48%	15.83%	17.60%	16.45%
归属母公司净利润	247.27	362.37	468.06	639.73	757.32
同比(%)	-13.78%	46.55%	29.17%	36.68%	18.38%
毛利率(%)	35.07%	36.69%	38.98%	38.64%	38.90%
ROE(%)	10.16%	13.64%	15.72%	18.66%	18.77%
每股收益(元)	0.31	0.45	0.59	0.80	0.95
P/E	76.61	52.28	40.47	29.61	25.01
P/B	7.54	6.77	6.00	5.12	4.34
EV/EBITDA	38.35	29.63	24.22	18.59	15.95

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,758.59	3,157.99	3,657.76	4,301.52	5,009.07
营业成本	1,791.24	1,999.38	2,231.99	2,639.54	3,060.41
营业税金及附加	29.46	41.68	49.99	58.79	68.46
营业费用	270.38	275.36	415.52	375.06	436.76
管理费用	331.33	348.94	317.99	365.63	425.77
财务费用	61.16	63.25	60.80	60.71	59.75
资产减值损失	3.15	7.38	0.93	2.13	1.67
公允价值变动收益	-0.15	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	29.09	45.38	28.26	34.24	35.96
营业利润	300.81	467.38	608.80	833.90	992.21
营业外收入	42.93	24.95	36.98	36.98	36.98
营业外支出	4.62	6.07	15.66	9.66	9.66
利润总额	339.12	486.26	630.11	861.21	1,019.52
所得税	65.06	76.00	100.19	136.93	162.10
净利润	274.06	410.26	529.93	724.28	857.42
少数股东损益	26.79	47.89	61.86	84.55	100.10
归属母公司净利润	247.27	362.37	468.06	639.73	757.32
EBITDA	520.57	673.26	823.51	1,073.01	1,250.26
EPS (摊薄)	0.31	0.45	0.59	0.80	0.95

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	393.95	676.67	641.38	687.52	833.15
净利润	274.06	410.26	529.93	724.28	857.42
折旧摊销	120.12	126.12	132.32	150.71	169.65
财务费用	61.33	60.88	61.08	61.08	61.08
投资损失	-29.09	-45.38	-28.26	-34.24	-35.96
营运资金变动	-12.58	137.33	-59.48	-215.12	-219.47
其它	-19.90	-12.54	5.80	0.81	0.42
投资活动现金流	-484.80	-403.96	-169.75	-141.20	-131.12
资本支出	-151.91	-160.79	-198.00	-175.44	-167.08
长期投资	4,000.71	4,760.85	28.26	34.24	35.96
其他	-4,333.60	-5,004.02	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	175.01	-186.01	-179.53	-160.95	-162.72
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-91.00	-20.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	129.99	165.81	179.53	160.95	162.72
现金净增加额	84.26	86.82	292.10	385.38	539.31

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

王见鹿，大消费和化工行业研究员。英国华威大学经济、政治与国际关系学毕业，2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事食品饮料和炼化行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。